



买入 (维持)

所属行业: 电气自动化设备
当前价格(元): 507.01

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

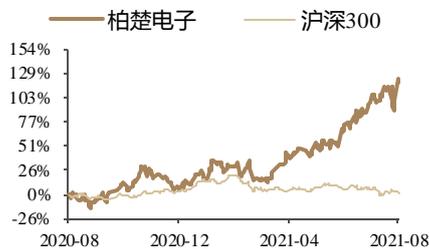
邮箱: nizy@tebon.com.cn

研究助理

张宇虹

邮箱: zhangyh3@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 10.34 | 31.21 | 48.68 |
| 相对涨幅(%) | 15.39 | 36.00 | 54.03 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《IPG 2021年Q2业绩点评: 中国区收入同比+10%为1.6亿美元-激光行业: 预计国内激光器企业市占率持续提升》, 2021.8.4
- 《制造业 PMI: 极端天气因素不改 PMI 仍处于扩张区间, 高技术制造业再提速并持续引领》, 2021.7.31
- 《制造业 PMI: 5月 PMI 持续处于扩张区间, 高技术制造业表现亮眼》, 2021.6.1

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本(百万股): | 100.30 |
| 流通 A 股(百万股): | 26.87 |
| 52 周内股价区间(元): | 197.10-516.60 |
| 总市值(百万元): | 50,851.98 |
| 总资产(百万元): | 2,840.96 |
| 每股净资产(元): | 26.84 |

资料来源: 公司公告

柏楚电子 (688188.SH): 高壁垒获不断验证, 技术驱动打开广阔空间

2021H1 归母净利润同比+113%达 2.98 亿元, 毛利率为 80.7%

投资要点

- 事件:** 2021年上半年, 公司共实现营业收入 4.67 亿元, 同比+111%; 毛利率同比-1.2pp 为 80.7%; 归母净利润 2.98 亿元, 同比+113%。其中 Q2 单季度, 实现营业收入 2.78 亿元, 同比+93%; 归母净利润 1.79 亿元, 同比+105%。
- 传统主业高壁垒获持续验证, 钣金市场分散有助公司在高功率领域持续提升占有率。** 公司 2021H1 收入分产品来看: 公司**随动+板卡系统**收入合计 3.2 亿元 (占收入的 68%), 同比+81%, 较 2020 年下半年+26%, 这两大产品是公司的传统优势业务, 主要用于中功率激光切割设备, 在占有率较高的情况下继续保持快速增长, **高壁垒获持续验证**。**总线系统**收入为 0.66 亿元, 同比+210%, 较 2020 年下半年+32%, 凭借优越性能及高稳定性在市场上持续获得客户广泛认可。我们认为设备商的份额在国内钣金加工市场分散的情况下, 也会在较长时间内保持分散的格局, 柏楚在高功率领域能够为设备商提供包括控制系统、智能切割头、MES 系统等在内的较完善的控制和工艺方案, **总线系统在高功率领域的占有率有望持续提升**。总的来看, 激光切割在中低功率领域技术较为成熟, 将稳健替代等离子切割机等传统设备, 高功率随技术进步和性价比提升将快速打开中厚板等新应用空间, 激光切割市场具良好成长性, 柏楚自身技术、产品过硬有望更快发展。
- 公司以技术和产品驱动, 精准对接终端客户需求, 天花板持续抬升。** 2021年3月, 公司发布定增预案加码新业务, 据公司7月发布的回复报告来看, **智能切割头:** 2021年1-5月, 波刺自动化实现销量 513 套, 收入 0.27 亿元, 净利润为+983 万元, 较 2020 年全年销量 221 套、收入 0.11 亿元、亏损 770 万元有明显突破, 该业务与公司控制系统协同作用强, 有望快速发展。**焊接系统:** 公司基于 CAD、CAM、NC、传感器和硬件设计等核心技术储备快速拓展, 初步以空间大、用工荒的钢结构焊接为主要领域切入, 已与多家钢结构企业建立合作, 如在江苏宏宇重工、中建钢构等企业进行样机的实验和测试, 并已与三家企业签署了购买意向, 公司天花板也将随焊接业务发展实现较大提升。**公司以运动控制技术解决客户向自动化升级时控制层痛点, 并围绕终端客户需求提供日臻完善的解决方案, 发展空间广阔。**
- 盈利预测与投资建议。** 我们上修盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.2、8.6、11.3 亿元, 对应 PE 82、59、45 倍, 短期基于其现有业务强竞争壁垒与高景气度, 中长期基于由技术驱动的强大延展性和广阔空间, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济增速放缓, 募投项目拓展不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 376 | 571 | 1,003 | 1,399 | 1,841 |
| (+/-)YOY(%) | 53.3% | 51.8% | 75.7% | 39.6% | 31.6% |
| 净利润(百万元) | 246 | 371 | 620 | 860 | 1,135 |
| (+/-)YOY(%) | 76.9% | 50.5% | 67.2% | 38.8% | 31.9% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 2.96 | 3.71 | 6.18 | 8.58 | 11.32 |
| 毛利率(%) | 81.5% | 80.7% | 80.0% | 79.0% | 78.4% |
| 净资产收益率(%) | 11.5% | 14.9% | 21.0% | 22.6% | 22.9% |

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 3.71 | 6.18 | 8.58 | 11.32 |
| 每股净资产 | 24.85 | 29.44 | 38.02 | 49.34 |
| 每股经营现金流 | 3.61 | 4.99 | 7.76 | 10.44 |
| 每股股利 | 0.00 | 1.60 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 137.22 | 82.05 | 59.10 | 44.80 |
| P/B | 20.48 | 17.22 | 13.34 | 10.28 |
| P/S | 76.91 | 43.91 | 31.47 | 23.92 |
| EV/EBITDA | 148.57 | 73.34 | 52.19 | 38.89 |
| 股息率% | 0.0% | 0.3% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 80.7% | 80.0% | 79.0% | 78.4% |
| 净利润率 | 64.9% | 61.8% | 61.5% | 61.7% |
| 净资产收益率 | 14.9% | 21.0% | 22.6% | 22.9% |
| 资产回报率 | 14.2% | 19.2% | 20.4% | 20.6% |
| 投资回报率 | 12.1% | 20.7% | 22.1% | 22.2% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 51.8% | 75.7% | 39.6% | 31.6% |
| EBIT 增长率 | 37.0% | 103.5% | 38.1% | 31.1% |
| 净利润增长率 | 50.5% | 67.2% | 38.8% | 31.9% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 4.5% | 8.2% | 9.1% | 9.4% |
| 流动比率 | 20.5 | 11.3 | 10.2 | 10.0 |
| 速动比率 | 20.1 | 10.5 | 9.5 | 9.3 |
| 现金比率 | 4.1 | 3.3 | 4.5 | 5.5 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 25.1 | 25.1 | 25.1 | 25.1 |
| 存货周转天数 | 137.5 | 300.0 | 280.0 | 250.0 |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 固定资产周转率 | 66.5 | 67.3 | 60.6 | 56.0 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 371 | 620 | 860 | 1,135 |
| 少数股东损益 | -1 | 3 | 9 | 17 |
| 非现金支出 | 10 | 3 | 4 | 5 |
| 非经营收益 | -74 | -73 | -111 | -151 |
| 营运资金变动 | 58 | -51 | 16 | 41 |
| 经营活动现金流 | 362 | 501 | 778 | 1,048 |
| 资产 | -45 | -30 | -40 | -50 |
| 投资 | -56 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 61 | 73 | 111 | 151 |
| 投资活动现金流 | -40 | 43 | 71 | 101 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -74 | -160 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | -74 | -160 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 249 | 385 | 849 | 1,148 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 8 月 17 日

资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 571 | 1,003 | 1,399 | 1,841 |
| 营业成本 | 110 | 200 | 294 | 398 |
| 毛利率% | 80.7% | 80.0% | 79.0% | 78.4% |
| 营业税金及附加 | 6 | 11 | 16 | 21 |
| 营业税金率% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | 27 | 50 | 73 | 96 |
| 营业费用率% | 4.7% | 5.0% | 5.2% | 5.2% |
| 管理费用 | 41 | 65 | 91 | 120 |
| 管理费用率% | 7.1% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 研发费用 | 82 | 128 | 175 | 221 |
| 研发费用率% | 14.4% | 12.8% | 12.5% | 12.0% |
| EBIT | 334 | 679 | 938 | 1,229 |
| 财务费用 | -2 | -10 | -19 | -34 |
| 财务费用率% | -0.4% | -1.0% | -1.4% | -1.9% |
| 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 61 | 73 | 111 | 151 |
| 营业利润 | 395 | 692 | 966 | 1,280 |
| 营业外收支 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 409 | 692 | 966 | 1,280 |
| EBITDA | 339 | 682 | 941 | 1,234 |
| 所得税 | 39 | 69 | 97 | 128 |
| 有效所得税率% | 9.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 少数股东损益 | -1 | 3 | 9 | 17 |
| 归属母公司所有者净利润 | 371 | 620 | 860 | 1,135 |

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 483 | 868 | 1,717 | 2,866 |
| 应收账款及应收票据 | 39 | 69 | 96 | 127 |
| 存货 | 41 | 165 | 225 | 273 |
| 其它流动资产 | 1,827 | 1,871 | 1,888 | 1,903 |
| 流动资产合计 | 2,391 | 2,972 | 3,927 | 5,168 |
| 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 9 | 15 | 23 | 33 |
| 在建工程 | 67 | 88 | 116 | 151 |
| 无形资产 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 非流动资产合计 | 221 | 248 | 284 | 329 |
| 资产总计 | 2,611 | 3,220 | 4,211 | 5,497 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 17 | 55 | 81 | 109 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 100 | 208 | 304 | 409 |
| 流动负债合计 | 117 | 263 | 384 | 518 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债总计 | 117 | 263 | 384 | 518 |
| 实收资本 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 普通股股东权益 | 2,493 | 2,953 | 3,813 | 4,948 |
| 少数股东权益 | 2 | 5 | 14 | 31 |
| 负债和所有者权益合计 | 2,611 | 3,220 | 4,211 | 5,497 |

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|---------------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。